

天房发展调研纪要:

## 参与保障房建设，开发资金无忧

中投证券 李少明

(2011年3月17日)

2011年3月15日我们走访了天房发展高管，公司近况如下:

- 公司成立有30年，10年前由老国企改制上市，房地产开发面积累计1800多万平米，公司是天津本地房地产商中开发能力规模排名居前的国有控股公司。长期以来公司一直承担着天津市保障房的建设，被列为天津市保障房建设的前3家（目前天津市已确定天房和天津住宅集团做公租房）。与当地政府和银行建立了良好的合作关系，也为公司持续获得当地商品房开发资源及资金支持奠定了基础。从市中心向市外再向环渤海区域拓展。
- 公司的开发项目主要分布于市区及城乡结合部，年开发能力300万平米。年竣工面积60多万平米，销售面积40多万平米，交付结算30-40万平米。11年计划新开工面积190万平米，施工面积300多万平米，保障房占比将超过40%。
- 在产品和业务结构上，公司涵盖高中低端产品，业务涉及一级土地开发、保障房和商品房等的二级开发。公司的商品房开发注重品牌价值，做精品，在开发的4个项目收益好于预期，为公司持续增长奠定了基础。未来公司将适当拓展，增加项目储备，并加大保障房的开发力度。公司10年商品房销售项目主要是天房美誉和翠海，最大回款集中在限价商品房。11年商品房的销售比例会上升，毛利率会有较大的提升空间。
- 公司将连续几年参与保障房的建设，11年开始将承担1-2万套保障房的建设。公司参加公租房建设不会在影响公司正常运转的范围内进行。公司参与公租房的建设将会促进公司与政府关系更密切，公司将得到开发贷、融资等方面的便利。公司只收代建，代建费远低于经适房3%的收益，由于公租房批量生产，集中采购成本低可增加隐性收入，摊薄管理费和工程造价。公司参与公租房等的保障房的建设量会很大，连续做几年，公租房1-2万套（建面约100-120万平米）。
- 公司目前在建的两限房90万平米，未来参与的多寡将根据政府推出规模而增减。毛利率7%-15%。天津市已对市民发放了5万多个认购证，目前只供应了1万多套，两限房的面积60-70平米/套，对中高端商品住宅不会构成大的冲击。
- 与地方政府关系良好拿地优势突出，将借助调控加强土地储备，不争当地王。10年与蓟县政府公司合作，6亿元获取40多万平米项目，获得凌口美域二期建面16万平米，进一步完善了天房美域项目并提高了公司在该区域的市场占有率。下一步将利用宏观调控的机遇，加大土地储备，提高发展后劲，扩大开发领域，从市中心向市外再向环渤海区域拓展。
- 汉沽2700亩土地一级开发可能是公司业绩增长超预期的来源。公司目前拥有汉沽2700亩的一级开发，是10年公司债投资项目。因汉沽一级开发项目中有大量拆迁量，公司已将剥离需大量拆迁的一级开发，一级开发规模由4000多亩下降为2700亩，仅剩10

多万平米的拆迁量，规避了拆迁风险。汉沽一级开发政府承诺上市公司保底收入 7.5%，招拍挂出让地块价格高于成本部分公司将与政府 5:5 分成。目前汉沽房地产市场发展低于预期，此前该地块最好地段最高出让价 390 多万/亩，若不与农用地一起分摊，拆迁成本超过 400 万元/亩，公司将赔钱。若与农用地一起分摊可赚钱。目前拆迁量还有 10 多万平米。周边房价 5500-6000 元/平米。11 年将有一部分土地入市，若出让价格好，公司将拿分成，若价格低公司可能拿下自己开发。

- **借助保障房的开发，开发贷获取优势大。**最近几年国内外经济变化对公司经营冲击有限。得益于保障房在存货中占比较大，公司的抗风险能力增强了。现金流、开发面积、品牌影响力得益于建设保障房，公司与几大银行关系非常融洽，是当地口碑良好的优质客户，在当地开发企业中是授信度最大的公司，每年银行的额度提前满足公司，目前融资成本在基准利率上上浮 1-2 个点。
- **借助保障房开发受资本市场融资支持。**如果公司债发行开闸，公司将成为第一批发债的公司，证监会认为公司是保障房建设的主要公司（公司在 2010 年 3 月曾计划发行 8 亿元期限为 5 年的公司债，2010 年 6 月已递交材料）。
- **近年，公司的业绩保持 40-50%的年增长（我们预计 10-11 年 EPS0.21、0.31 元），与前几年相比公司的资产质量更好，10 年净现金流为正值，发展后劲更坚实。建议：在当前开发贷大幅紧缩的背景下，公司借助过往良好的政府合作关系、与银行良好的合作关系，在开发贷资金方面游刃有余。在“钱比土地更值钱”的当下，公司较其他不参与保障房建设的企业有更大的融资优势，这是市场给予公司股价高溢价的主要理由，当前股价相当于 11 年 PE18 倍，在主题投资盛行的当前，公司股票可能仍然存在机会。从估值角度看我们暂不给予评级。**